

美联储加息进入“空窗期” 贵金属“生死对决”在腊月

□本报记者 王朱莹

北京时间周四凌晨两点，美联储公布了9月FOMC声明：维持联邦基金利率0.25%-0.5%不变。

但美联储主席耶伦在随后召开新闻发布会上表示，劳动力市场依然有进一步好转的空间，美联储对美国经济大体满意。如果劳动力市场增长，没有新的风险出现，预计今年将加息一次。

分析人士认为，美联储主席耶伦的讲话和点阵图均值都暗示年内会加息一次，12月加息概率大幅上升。对于贵金属而言，目前迎来12月第二只“加息靴子”落地之前的三个月加息“空窗期”。在此期间，贵金属价格还将受到美国经济数据以及11月大选结果的影响，即便反弹也不会一蹴而就。

美联储又调皮：放鹰派言行鸽派事

“此次美联储的声明及耶伦表态，符合其一贯作风，即鸽派行动、鹰派言论。”大连连山商品资深分析师刘国欣表示。

刘国欣指出，此次FOMC会议掺杂了许多政治因素。11月美国即将进行大选，选举第44位美国总统，不管是希拉里还是特朗普当选，对于美国乃至全世界都会产生较大的影响，如果美联储在9月加息，那么美联储随后应对不确定性事件的政策空间就会大幅变小，这是一向谨慎的耶伦不希望看到的事情。

从另一个角度看，美联储确实需要看到更多的经济企稳的信号，而近期公布的一些数据却表现不佳。譬如，美国劳工部的报告显示8月新增非农就业仅仅15.1万，远不及预期。美国8月ISM非制造业指数为

51.4，创2010年2月份以来新低。在通胀方面，8月核心CPI环比上涨0.3%，同比上涨2.3%，两者均高于预期。虽然向好，但是通胀压力还没有达到需要迫切加息的程度，如果要加息，还需要让美联储看到更多有力的经济数据。

“在加息次数上，美联储指出年内加息概率增加，点阵图显示年内或加息一次。由此看来，12月份美联储提高联邦基金利率目标区间已经板上钉钉。”世元金行分析师李杉指出，根据Fed Watch工具观察今年12月份加息的概率已经升至59.3%。此外，由于考虑到美国总统大选将在11月份举行，12月加息的可能性并进一步增大。

不过，黄金钱包首席研究员肖磊认为，目前市场依然认为美联储将会在12月份采取行动，但这种预期存在太大的不确定性。事实上预期一直在落空：2015年12月，美联储官员的预期中值是2016年内可能加息四次，总共加息一个百分点。到今年3月，该预期已经变成年内可能加息两次，总共加息半个百分点。目前耶伦进一步调低预期，变成年内加息一次。这使得年内加息一次的预期也存在诸多疑点。

加息“空窗期”如何度过

此前市场预计2016年内加息概率比较大的两个月是9月和12月，如今9月已经确定不加息，那么年内的主要影响黄金价格的因素就是12月加息预期。

换句话说，即日至12月美联储政策明朗的三月左右时间，是贵金属的“加息空窗期”，在空窗期内，贵金属会受到哪些因素影响，价格又将会如何演绎呢？

“联储加息问题对于近期贵金属价格影响主要源于对美元指数以及金融市场的

避险情绪。二者尽管皆为短期间接影响，但都极易引发市场相关资产价格波动率的升高。如中长期联储加息的市场预期对美元指数形成提振，从而间接打压金银价格；而短期美国大选作为重要的地缘政治事件的不确定性容易令市场避险情绪升温，从而带动金银价格短期上扬。”李杉表示。

刘国欣则表示，美联储是否加息是数据导向的，每一次重要的经济数据发布，如就业数据、通胀数据等，都会影响美联储12月加息的概率，进而影响黄金价格的走势。如果就业和通胀数据表现良好，会对黄金价格形成一定压制。

另一个影响因素是11月的美国大选。美国之前公布的经济数据表现不佳，刘国欣认为有一定程度是由于美国大选的原因。美国大选的政治不确定性使得美国的经济不确定增加。在大选之前仍有几次电视辩论，预计会对市场产生较大的不确定性波动，在这种情况下，作为有避险属性的黄金很可能受到投资者青睐，价格有一定上涨空间。

“实物黄金需求也会对黄金价格产生影响。印度由于其独特的文化，一直是黄金需求大国。今年上半年由于黄金价格一直走高，国内库存增加，黄金进口量大幅减少。但是9月之后，印度在9月和10月将迎来传统的节日季，而且印度的结婚旺季从10月开始，那时印度农村农作物收获季节来到，对实物黄金的需求会有所增加，预计会对黄金价格有所提振。”刘国欣说。

肖磊认为，美联储选择维持利率不变，市场风险暂时缓解，耶伦的讲话相对温和，甚至可以说是偏鸽派，黄金价格反弹有望持续下去，美元指数有进一步下探的空间。

央行的选择和黄金的走向

元体系需要一次修复；新世纪美元受欧元冲击，信用货币体系变革再度带来不确定性，互联网泡沫、次贷泡沫的破灭，黄金价格从250美元/盎司上涨至1900美元/盎司，预示着21世纪初货币体系待进一步完善，目前1300美元/盎司以上的金价也如是。

货币虽无限宽松，经济仍疲弱增长。次贷危机引发的全球金融动荡以来，全球央行再次通过大量超常规货币宽松拯救金融体系，以提振经济信心——美联储2008年降息至0后通过三轮QE（量化宽松）继续向市场释放流动性，宽松货币环境支撑资产价格得以修复；欧洲央行继LTRO（长期再融资计划）后开启负利率，试图在财政紧缩的背景下释放经济信心；而日本央行从此前的QE过渡到QQE（量化质化宽松）和负利率，试图在经济修复过程中带动通胀回升。但是现在全球经济增长依然低迷，IMF（国际货币基金组织）今年连续两次下调全球经济增速，7月警告由于英国脱欧带来的不确定性，经济增速可能进一步下滑至2.8%，而全球贸易也大幅放缓，经济发展的迟滞令贸易保护主义抬头。2008年以来的

低增长的经济考验央行货币退出路径的选择。是继续宽松还是收缩？至少目前似乎有如此共识——仅靠货币政策不能实现平衡增长，而在强调结构性改革发挥关键作用的同时，还应强调财政战略对于实现共同增长目标同样重要。从市场层面，处于名义负利率的全球债券市场利率出现大幅反弹，继续无限量的宽松货币对于目前经济带动的有效性提出疑问。

信用面临收缩 金价纠结预期

货币是信用的载体而非信用本身，无效信用将推升资产泡沫风险。只有形成有效经济增长预期下的信用支撑，才能对于经济系统产生正循环的推动。2008年危机下的货币当局通过过量的货币发行支撑经济，虽填补了危机时流动性的湮灭，但埋下了另一个“雷”，若不能修复经济发动机，货币的堆积将推升资产价格——低利率和宽松信用环境下我们看到跌落的房价继续创新

大约在冬季：静待第二只“靴子”落地

“就年内而言，由于市场对于12月份的美联储会议如此看重，因而相关资产价格易出现两种走势。其一为‘买预期，卖事实’，其二则恐为‘情理之中，意料之外’。”李杉表示。

“买预期，卖事实”指的是，在市场纷纷认为12月美联储将再次加息之前，美元指数即出现一定程度上的走强。与此同时，贵金属及其他大宗商品价格承压下行。而随着时间的临近，走势逐渐转为平缓。并最终在靴子落地之时，市场则恐会开始疯狂抛售。

“情理之中，意料之外”的意思，则是若美联储在12月份的会议上若意外保持谨慎，则市场交投情绪恐在此之前维持相对清淡，相关资产价格波动率降低。尽管市场在一定程度上认同联储的政策决定，但终究不免会有所失望。贵金属及大宗商品价格则可能始终维持疲软走势，市场交投情绪持续低迷。

刘国欣指出，如果美联储在2016年一定要加息一次，那么12月份的可能性最大。现在国际上贵金属和大宗商品一般以美元计价，从短期来看，如果加息，美元走强会导致贵金属和大宗商品价格下降。但是影响仅限于短期之内，从长期来看，影响贵金属和商品价格的还是自身的供求关系。

对12月加息存疑的肖磊则认为，在美国大选落定前，黄金价格具备突破1400美元的条件。从历史经验来看，市场往往更关注整体的平衡性，股市和债市会首先得到投资者关注，接下来才是黄金，因此黄金价格的上涨会滞后一些，但空间可能更大，持续性可能更久。

高，企业通过回购股份支撑市值创新高。

美元信用收缩格局依然延续。伴随着美国私人部门债务去化的逐步企稳，美联储也开启了货币政策回归正常化的路径。2011年美联储通过OT（扭曲操作）替代QE，稳定货币流动性的同时向市场释放货币政策宽松的边际收紧。从2013年中前美联储主席伯南克向市场释放退出QE预期，到2014年底正式退出资产购买、2015年底首次上调联邦基金利率，虽然期间伴随着市场的反抗，但是整体货币政策趋紧的格局没有变化，通过观察影子利率可见利率提高300BP以上。

经济增长放缓大背景下，维持货币过度宽松和金融过度自由化的代价是实体经济的进一步退化和金融的泡沫化。逐步开始实施的巴塞尔Ⅲ对全球银行业监管再次加强，美国SEC对监管的收紧也降低了货币市场流动性；而2016年下半年以来，全球经济增长虽依然疲弱，但逐渐呈现企稳态势，前期的货币需要退出路径。和2016年上半年的表现类似，这一阶段黄金价格仍将纠结于市场动荡和信用收缩。

大商所：期货服务钢铁业优势愈发显现

9月22日，由中国钢铁工业协会和中国国际贸易促进委员会冶金行业分会共同主办的“第十六届中国钢铁原材料国际研讨会”在大连召开。大连商品交易所（下称“大商所”）党委书记、理事长李正强表示，大商所已初步建立起综合性商品期货品种体系，包括煤焦矿在内的商品期货具备了更好服务钢铁等产业企业的基础和优势。

李正强表示，在中国深入推供给侧结构性改革、全面实施“一带一路”战略宏观背景下，实体产业对于商品期货市场发展提出了新的要求。尽管境内商品期货市场实现了多年较快发展，但工具和品种还不够丰富，境外投资者还无法直接参与市场交易，境内期货价格的国际代表性、国际影响力还有待提升。中国作为全球商品生产、贸易、加工和出口大国，有责任和义务为全球市场提供公开、透明的中国价格，推动形成更加公平合理的国际贸易秩序，促进全球经济均衡稳健发展。

在此背景下，大商所的战略转型规划已经初具雏形：以准备上市期权、铁矿石期货国际化、场外市场建设等重点工作为抓手，推进建设多元开放的综合性衍生品交易所。李正强表示，转型过程中，大商所仍将贯穿“四个坚持”的原则。

一是坚持服务实体经济根本宗旨，持续拓展服务实体经济的深度和广度。二是坚持市场“三公”原则，坚决维护市场正常秩序，牢牢守住不发生系统性风险的底线。大商所将严格依法依规办事，切实履行自律监管职责，加强参与者权益保护，严厉打击违法违规行为；同时密切关注市场动态，依法加强风险防控，确保市场安全平稳运行。三是坚持市场创新与市场优化“两手抓”，不断提升市场运行质量和效率。他强调，大商所将以铁矿石期货为试点，争取早日直接引入境外参与者来参与交易，稳步推进中国期货市场对外开放。四是始终坚持共享发展理念，促进交易所与市场各方、社会各界的和谐发展。

“下一步，大商所将继续深化与境外交易所、金融机构、贸易商、矿山、钢厂等各类组织机构的交流与合作，进一步加大与中国钢铁工业协会的合作，在合约规则设计、改进业务管理、创新服务方式等方面充分听取各方意见建议，以交易所安全平稳发展和有效市场服务的实绩取信于市场各方。”李正强表示。

他还表示，目前中国市场已初步建立起比较完整的商品期货品种体系，市场参与者比较踊跃，但包括煤焦钢在内的商品期货发展仍有巨大潜力，未来发展前景十分广阔。大商所希望海内外企业更多地关注、支持并积极参与到中国期货市场的建设发展中来，交易所愿与各方一道，推动期货市场更好地服务实体经济，更好服务国际贸易。（张利静）

认沽期权全线下跌

昨日50ETF9月认购期权涨幅跌互现，9月认沽期权全线下跌；期权成交量增加，持仓量下降。

具体来看，期权单日成交437370张，较上一个交易日增幅为73.39%。期权成交量认沽认购比为0.71。期权持仓总量减少1.40%，持仓量比为31.58%。

波动率方面，9月平值认购合约“50ETF购9月2250”隐含波动率为9.11%；认沽合约“50ETF沽9月2250”隐含波动率为9.23%。

光大期货期权部张毅表示，美联储利率会议决定公布后，昨日国内股市总体上涨，但升幅并不大。50ETF一度明显走高，但尾盘涨幅收窄，没有出现突破性行情。下周三为9月期权的最后到期日，建议投资者耐心分析50ETF中短期走势，考虑在10月期权上构建相应策略。（马爽）

多头“卸包袱”后才是期指反弹时

个短暂的定心丸，导致包括A股在内的外围金融市场大涨。

南华期货研究员姚永源表示，昨日A股反弹，表面上看全面开花，但领涨的只有酒店餐饮、环境保护等板块，早盘强势的资源板块，尾盘却纷纷回落，我们统计分析的热门板块热度最高的只有7.69%，相比7月份34%热度明显不足，所以从市场结构表现上看，短期A股还需要反复筑底。

不过，姚永源认为，期指资金明显回补，短期企稳是大概率事件。

南华期货对近期持仓市值监控数据显示，相比9月19日资金存量低谷，昨日IF、IH、IC累计新增市值分别为32.33亿、11.68亿和26.30亿，增幅分别为8.64%、9.06%、7.59%；从交易所会员持仓结构上看，同期前5名、前10名、前20持仓会员多头持仓增量分别为587手、1029手、1341手，而对应空头持仓增量分别为668手、1341手和1257手。

“市场经历短暂大幅下挫，新增资金重聚说明多空博弈较大，短期继续下跌的概率减小，但若要继续反弹上涨，还需要多头集

中度再次提升，体现到现货方面，还需要把部分抄底资金清理出局才可能轻装反弹。”姚永源说。

技术上看，分析人士认为，沪深300指数在12日跳空缺口太大，套牢盘相对严重，提防二次回踩。昨日沪深300指数上涨突破3300点压力位后震荡回落，说明有部分套牢盘资金解套出局，短期下方第一支撑位在3270点附近，第二强支撑位在3230点附近；指数回踩则是最好的进场机会，若不能站稳3230点，下跌空间将进一步打开。

郑商所举办风险管理交流工作会议 加强监管沟通协作 促期市规范运行

关负责人在会上表示，在“依法监管、从严监管和全面监管”的理念下，召开本次会议的目的就是要促进交市交流，形成共识，维护良好市场秩序，进一步提高市场运行质量，为实体经济参与和利用期货工具创造更好条件。

他表示，在经济发展新常态下，对于期货市场来说更好服务实体经济，很重要一点就是要产生一个“好的价格”，这个价格要能够反映现货市场的供给关系，是对产业运行真实情况的体现，只有这样的价格才能对实体经济具有指导和借鉴意义。“要做到这一点，最重要的是这个市场不能有操纵，价格不能受到人为影响，这需要我们加强市场监管，规范市场交易行为，着力维护市场的‘公平、公开、公正’，同时要加强投资者保护，打击各种违法交易和欺诈行为，为实体经济利用期货工具创造更好条件和环境。”

“当前，国内外宏观经济形势错综复杂，商品价格波动加大，市场交易活跃度提升。市场风险防控面临的形势更为复杂，难度更大，促进期货市场规范运行的意义也更为重要。”郑商所相

关负责人认为，会员单位应从两方面看待市场规范运行和风险控制，一是从行业发展角度，期货公司要合规运行，树立良好市场声誉，如果一个公司违规，发生了风险事件，就会失去投资者信任，而信誉正是金融企业发展的生命线；另一方面是从专业角度，期货公司应该在为客户提供服务的同时，积极做好投资者教育，坚守合规和风控底线，帮助客户养成理性交易的习惯。会员单位必须切实履行职责，把好风险防控和合规运行的第一道关口。

今年以来，在国内外多重因素的影响下，期货市场运行呈现客户群体多样化、交易行为趋于复杂、跨市场联动性增强、期货市场受关注度高等新特点，市场发展和一线监管任务更加繁重。数据显示，今年1-8月份，郑商所共处理违规案件34起，给予56个自然人客户、3个法人客户纪律处分，向证监

会稽查局上报涉嫌违法案件2起。

对此，郑商所相关负责人表示，下一步，郑商所将从三方面着手继续做好市场一线监管。一是从严监管，严格落实监管规则和指引要求，完善以价格累积变动幅度、成交持仓比、现货价格偏离度和市场舆情监测为预警指标的持续监测监控体系。二是依法依规，严格依据现有监管法规、监管政策、监管指引等各项监管规则制度规范做好市场监管工作。在内部工作机制方面，持续优化查审分离工作机制，保障自律处分结果公平；在异常线索排查和监控关系认定方面，完善内部工作流程，扎实做好线索分析排查、案件调查工作；在自律处分方面，探索建立期货违规案件证据规则及重大违规案件的审前听证机制，提高违规案件办案质量。三是加强与会员单位的沟通协作，持续深入开展投资者教育，共同做好市场监管工作。

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所) (2016年9月22日)						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	1155.76	1164.57	1147.82	1155.27	-0.19	1156.62
易盛农基指数	1322.44	1329.33	1316.96	1322.69	2.64	1324.91

中国期货市场监控中心商品指数 (2016年9月22日)						
指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌
商品综合指数	70.82	70.82	70.82	70.82	70.82	0.03
商品期货指数	835.64	837.81	847.40	834.66	834.31	3.00
农产品期货指数	944.10	939.62	949.93	938.25	943.94	-4.32
油脂指数	599.86	602.31	609.86	599.18	601.75	0.56
粮食指数	1177.11	1177.99	1185.31	1174.01	1176.83	1.14
软商品指数	917.37	919.99	925.69	911.70	914.16	3.33
工业品期货指数	742.13					